

السعودي الفرنسي كابيتال
Saudi Fransi Capital
تميّز في الخدمة، تفوق في الأداء

العلاج بالصدمة!

نبدأ التغطية للشركة السعودية للكهرباء - سيكو بسعر مستهدف خلال الاثني عشر شهرا القادمة ١٦,٥٠ ر.س. مع التوصية "شراء". استحوذت توزيعات الأرباح على الاهتمام، نحن نعتقد أن الشركة ينظر لها بشكل غير عادل بسبب حجم الديون وبرامج الإنفاق الرأسمالي التي لا تنتهي مع عدم كفاية العائد على رأس المال. نحن نرى ذلك بطريقة مختلفة. في رأينا، تعتبر الشركة وسيط لتحقيق أهداف الطاقة في الدولة، بالتالي يتم تمرير التكاليف والالتزامات المرتبطة بها وصولا إلى الحكومة. في المقابل يتم تحفيز المساهمين من خلال توزيع الأرباح بصفة مستمرة. وفقا لسعر السهم الحالي في السوق، نعتقد أن القيمة الحالية السهم أقل من القيمة العادلة؛ التوصية "شراء".

تتضح القيمة عندما نفرق بين الحسابات والمطلوبات الفعلية

تمثل الشركة حلقة وصل لتنفيذ سياسة الطاقة الوطنية، نعتقد أنه سيتم تمرير الإنفاق الرأسمالي الى الحكومة. يتم تحويل مستحقات الحكومة على الشركات التابعة للحكومة إلى مستحقات طويلة الأجل وقروض بدون فوائد بفترات استحقاق بعيدة تمتد لعشرات السنين. من هذا المنظور، اختزلنا ما يقارب ٧٠٪ من إجمالي القروض، مستحقات الشركات المملوكة للدولة والنفقات الرأسمالية المرتبطة لنتوصل إلى هيكل رأس المال معدل وقيمة للشركة. طبقنا أربع منهجيات مختلفة للتقييم بأوزان نسبية متساوية لكل منها للوصول إلى القيمة التي نعتقد أنها عادلة عند ١٦,٦٢ ر.س. وجود خطط لتقسيم الشركة إلى ٦ شركات سيمنح قيمة أعلى للأصول المقيمة بأقل من قيمتها، خصوصا مع التوجه الحالي لخصخصة. التقسيم غالبا ينتج عنه قيمة أعلى للشركة الأم حيث تبعه ارتفاع في سعر السهم.

بحلول العام ٢٠٢٠، نتوقع ارتفاع في تعرفة الكهرباء بمعدل ٤٨٪

اعتبارا من شهر يناير لعام ٢٠١٦، تم زيادة تعرفة الكهرباء تماشيا مع التوجه الحكومي لرفع الدعم تدريجيا إلى حين الوصول إلى أسعار السوق. على هذا النحو، نحن نعتقد بأن المزيد من عمليات رفع الدعم ستحصل في المستقبل. بحلول عام ٢٠٢٠، نتوقع زيادة إجمالية في الأسعار بحدود ٤٨٪ في متوسط تعرفة الكهرباء عن مستوى العام ٢٠١٥، حيث ستقترب من نسب الشركات المماثلة العالمية، بينما تعتبر المملكة العربية السعودية ضمن الحدود الدنيا من حيث التعرفة الكهربائية فإن معدلات الاستهلاك الفردي ضمن الأعلى عالميا. نتوقع أن الأثر الأكبر من رفع الكهرباء سيكون على القطاع الصناعي، حيث سيرتفع متوسط الايراد السنوي لكل مستهلك بمعدل نمو سنوي مركب ٨,٤٪ ليصل الى ١,٥ مليون ر.س. الرفع كان كسيف ذو حدين، حيث ارتفعت تكاليف الوقود. يستخدم الغاز في توليد ما يقارب ٥٠٪ من الطاقة الكهربائية، لترتفع بذلك تكلفة الوقود المستخدم بحدود ٦٧٪. يكمن الخطر الرئيسي في ارتفاع تكلفة الوقود بأكثر من ارتفاع تعرفة الكهرباء.

زيادة الإيرادات يقابلها ارتفاع التكاليف

عند اعداد توقعاتنا، أخذنا البيئة الاقتصادية في حساباتنا، النمو السكاني، التأثير على الاستهلاك ومتوسط الإيرادات لكل العملاء بالإضافة الى مساهمة منتجي الطاقة المستقلين. نتوقع ارتفاع الإيرادات للعام ٢٠١٦ عن العام السابق بمعدل ٢٣٪ يليه ارتفاع طفيف يصل إلى ٧٪ سنويا حتى العام ٢٠٢٠. أدى تعديل تعريفة الكهرباء في منتصف العام ٢٠١٠ الى نمو ١١٪ عن الفترة المماثلة من العام السابق حيث استثني من الزيادة الإستهلاك المنزلي وترك الحد الأقصى للسعر دون تغيير. ستؤدي زيادة منتجي الطاقة المستقلين إلى تقليل استهلاك الوقود لكن التكلفة لن تنخفض. بالرغم من تخفيض التكاليف من خلال أعمال الصيانة، نتوقع أن تتراوح إجمالي الهوامش حول متوسط ٥٪. من المتوقع ارتفاع صافي الربح بمعدل نمو سنوي مركب بحدود ١٢٪ مع تباطؤ النمو على مدى فترة الخمس سنوات اللاحقة.

سهم مقاوم للتغيرات يعتمد على توزيعات الأرباح

عندما يتقلب السوق يصبح النقد سيد الموقف بالإضافة الى حالة عدم التأكد حول أسعار النفط، نحن معجبون بطبيعة السهم المقاومة وتوزيعات الأرباح بقيمة ٠,٧٠ ر.س. للسهم. نتوقع تجديد لتنازل الحكومة عن توزيعات الأرباح والتي ستنتهي في ٢٠١٩ لفترة عشر سنوات اخرى. العائد السنوي لتوزيع الربح إلى السعر عند ٥٪، ينبغي إضافة سهم الكهرباء السعودية إلى محفظة توليد الدخل. بغض النظر عن المحددات المالية، نحن نعتقد أن مسار الشركة سيستمر بغض النظر عن طبيعة الأنباء الواردة.

شراء	١٦,٥٠(ر.س.)
التوصية	السعر المستهدف خلال ١٢ شهر

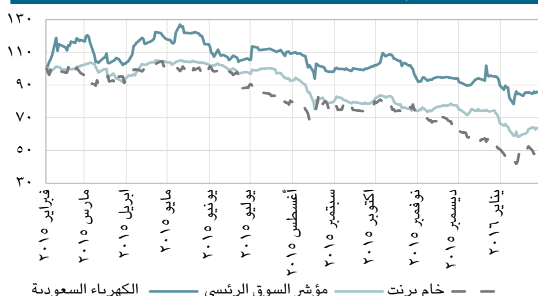
بيانات السهم	
سعر الإغلاق	١٤,٠٥
التغير المتوقع في سعر السهم	٪١٧,٤
عائد توزيع الربح إلى السعر	٪٥,٠
إجمالي العائد المتوقع	٪٢٢,٤
الرسملة السوقية (مليار ر.س.)	٥٨,٥
عدد الأسهم القائمة (مليار)	٤,٢
أعلى/أقل سعر خلال ٥٢ أسبوع	٢١,٠٠ / ١٢,٤٠
التغير في السعر منذ بداية العام	(٪١٠,٦)
متوسط قيمة التداول اليومي لآخر ١٢ شهر (مليون ر.س.)	٢,٩
رمز السهم (رويترز/بلومبرغ)	5110.SE / SECO AB

(ر.س.)	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
الإيرادات (مليون)	٤١,٥٦٥	٥١,٠٩٠	٥٩,٥٨٤
EBITDA (مليون)	١٦,٤٧٤	١٨,٢٣٥	١٩,٧٢٤
ربح السهم	٠,٣٦	٠,٦٩	٠,٧٢
الربح الموزع للسهم	٠,٧٠	٠,٧٠	٠,٧٠

بنية المساهمة (٪)	
اسهم الحكومة في رأس مال شركة الكهرباء	٪٧٤
شركة الزيت العربية السعودية (ارامكو)	٪٧
الجمهور	٪١٩

المكررات السعرية	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
مكرر الربحية (x)	٣٨,٨	٢٠,٤	١٩,٥
مكرر EV/EBITDA	١٥,٦	١٤,١	١٣,١
مكرر السعر إلى المبيعات	١,٤	١,١	١,٠
مكرر القيمة الدفترية	١,٠	٠,٩	٠,٩

حركة سعر السهم خلال سنة واحدة



المصدر: بلومبرغ، تداول

عاصم بختيار، CFA
abukhtiar@fransicapital.com.sa
+٩٦٦١١٢٨٢٦٨٤٤

ملخص القوائم المالية

قائمة الدخل (مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر)	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٢-٢٠١٥	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٥-٢٠١٨	الربع الأول ٢٠١٦ متوقع	الربع الأول ٢٠١٥	التغير عن العام السابق	الربع رابع ٢٠١٥	التغير عن الربع السابق
المبيعات	٤١,٥٦٥	٥١,٠٩٠	٥٩,٥٨٤	٦٦,٨٨١	٪٧	٪١٧	٨,٩٣١	٧,٤٨٦	٪١٩	٨,٩٨٥	(٪١)
تكلفة المبيعات	٣٩,٠١٠	٤٧,٣٨٢	٥٥,٦٨٦	٦٣,٠٠٣			١٠,٥٠٧	٨,٦٩٧		١٠,٣٣٠	
الربح الاجمالي	٢,٥٥٥	٣,٧٠٨	٣,٨٩٨	٣,٨٧٩	(٪١١)	٪١٥	(١,٥٧٦)	(١,٢١١)		(١,٣٤٤)	
المصاريف الادارية والعمومية	١,٠١٣	١,١٧٠	١,٢٧٤	١,٤٢٦			٢٢٢	١٩٠		٤٣٦	
الربح التشغيلي	١,٥٤١	٢,٥٣٨	٢,٦٢٣	٢,٤٥٣	(٪١٩)	٪١٧	(١,٧٩٧)	(١,٤٠٢)		(١,٧٨١)	
مصادر دخل أخرى	(٣٤)	٣٣٥	٣٧٥	٣٧٥			٣٠	(٥٣٨)		٣٣٦	
الزكا	-	-	-	-			-	-		-	
صافي الدخل	١,٥٠٧	٢,٨٧٣	٢,٩٩٨	٢,٨٢٨	(٪١٦)	٪٢٣	(١,٧٦٧)	(١,٩٤٠)		(١,٤٤٥)	
الأسهم القائمة (مليون)	٤,١٦٦	٤,١٦٦	٤,١٦٦	٤,١٦٦			٤,١٦٦	٤,١٦٦		٤,١٦٦	
ربح السهم (ر.س.)	٠,٣٦	٠,٦٩	٠,٧٢	٠,٦٨			(٠,٤٢)	(٠,٤٧)		(٠,٣٥)	
EBITDA	١٦,٤٧٤	١٨,٢٣٥	١٩,٧٢٤	٢١,٤٦٣	٪٦	٪٩	٢,١٠٣	٢,٢٠٤	(٪٥)	٢,١٥٠	(٪٢)
توزيع الربح (ر.س.)	٠,٧٠	٠,٧٠	٠,٧٠	٠,٧٠							

قائمة المركز المالي (مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر)	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٢-٢٠١٥	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٥-٢٠١٨
النقد ومافي حكمه	٢,١١٩	٥,٦١٦	٩,٩٧٩	٢,٣١٢	(٪١١)	٪٣
المستحقات	٢٠,٥٤٦	٢٤,١١٦	٢٨,٥٠٢	٣٢,٠٤٩		
بنود جارية أخرى	١٥,٣٤١	١٨,٧٨٥	٢٠,٨٥٦	٢٣,٢١٧		
الأصول الجارية	٣٨,٠٠٦	٤٨,٥١٧	٥٩,٣٣٧	٥٧,٥٧٨	٪١١	٪١٥
الأملاك والمصانع والمعدات + عمليات البناء القائمة	٣١٥,٦٩٠	٣٣٣,٢٦٨	٣٦٥,١٣٨	٣٧٣,٠٩٨		
أصول أخرى	٤,٣٣٣	٤,٠٠٠	٣,٦٥٠	٣,٤٠٠		
اجمالي الأصول	٣٥٨,٠٢٩	٣٨٥,٧٨٥	٤٢٨,١٢٥	٤٣٤,٠٧٦	٪١٤	٪٧
الذمم الدائنة	٥٢,٥٥٨	٦١,٠٥١	٨٨,١٥١	٨١,٨٧٧		
بنود جارية أخرى	١٠,٢٢٥	١٠,٧٨١	١٢,١١٠	١٢,٦٥٠		
المطلوبات الجارية	٦٢,٧٨٣	٧١,٨٣٢	١٠٠,٢٦١	٩٤,٥٢٨	٪١٥	٪١٥
قروض طويلة الأجل	٥٧,٢٠٧	٥٩,٩٤٠	٦٠,٩٤٠	٦١,٤٤٠		
الذمم الدائنة الحكومية والقروض	١٤٠,٤٣٧	١٤٧,٠٠٠	١٥١,٠٠٠	١٥٥,٠٠٠		
المطلوبات الأخرى	٣٧,٣٨٣	٤٤,٤٢٣	٥٠,٩٣٤	٥٥,٨١٧		
اجمالي المطلوبات	٢٩٧,٨١٠	٣٢٣,١٩٦	٣٦٣,١٣٥	٣٦٦,٧٨٥	٪١٧	٪٧
اجمالي الأصول	٦٠,٢١٩	٦٢,٥٨٩	٦٤,٩٩٠	٦٧,٢٩١	٪٤	٪٤
اجمالي المطلوبات والأصول	٣٥٨,٠٢٩	٣٨٥,٧٨٥	٤٢٨,١٢٥	٤٣٤,٠٧٦	٪١٤	٪٧

قائمة التدفق النقدي (مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر)	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٢-٢٠١٥	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٥-٢٠١٨
صافي الربح	١,٥٠٧	٢,٨٧٣	٢,٩٩٨	٢,٨٢٨	(٪١٦)	٪٢٣
البنود من غير النقد	١٥,٤٦٤	١٦,٢٧٧	١٧,٦٠١	١٨,٧١٠		
المستحقات	(٤,٩٣٨)	(٣,٥٧٠)	(٤,٣٨٧)	(٣,٥٤٧)		
مصاريف مدفوعة مسبقا	٧٢٦	(٨٦٥)	(١,٦١٤)	(٧١٨)		
المخزون	١٠٣	(٢,٥٧٩)	(٤٥٧)	(١,٦٤٣)		
الذمم الدائنة	١٣,٤٣٦	٨,٤٩٣	٢٧,١٠٠	(٦,٢٧٤)		
مستحقات وذمم دائنة أخرى	١,٢٩٢	٧٠٣	١,٣٢٩	٥٤١		
الإيرادات المؤجلة وغيرها	٣,٤٦٤	٦,٤٨٠	٦,٠٣٥	٥,١٩٨		
النقد من العمليات التشغيلية	٣١,٠٥٤	٢٧,٨١٣	٤٨,٦٠٦	١٥,٠٩٥	٪١٢	(٪٢١)
شراء المعدات والممتلكات والمصانع	(٥٦,١٨٦)	(٣٣,٣٠٥)	(٤٩,٠٠٠)	(٢٧,٠٠٠)		
أنشطة استثمارية أخرى	١٥٩	٣٨٧	٣٠٥	٢٨٥		
النقد من الاستثمار	(٥٦,٠٢٧)	(٣٢,٩١٨)	(٤٨,٦٩٥)	(٢٦,٧١٥)	٪١٤	(٪٢٢)
توزيعات الأرباح المدفوعة	(٥٣٢)	(٥٤٧)	(٥٤٧)	(٥٤٧)		
القروض (المدفوع مسبقا) / الإيرادات	٢٠,٦٨٠	٩,١٤٩	٥,٠٠٠	٤,٥٠٠		
النقد من التمويل	٢٠,١٤٨	٨,٦٠٢	٤,٤٥٣	٣,٩٥٣	٪١٩	(٪٤٢)
التغير في النقد	(٤,٨٢٤)	٣,٤٩٧	٤,٣٦٣	(٧,٦٦٨)		
النقد في بداية المدة	٦,٩٤٤	٢,١١٩	٥,٦١٦	٩,٩٧٩		
النقد في نهاية المدة	٢,١١٩	٥,٦١٦	٩,٩٧٩	٢,٣١٢		

النمو عن الفترة المماثلة من العام السابق	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع
المبيعات	٪٨	٪٢٣	٪١٧	٪١٢
EBITDA	٪١٢	٪١١	٪٨	٪٩
EBIT	٪٤٠	٪٦٥	٪٣	(٪٦)
صافي الدخل	(٪٥٨)	٪٩١	٪٤	(٪٦)
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	(٪٠)	(٪١٠)	٪٧٥	(٪٦٩)
توزيع الربح	-	-	-	-

الهوامش	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع
الإجمالي	٪٦,١	٪٧,٣	٪٦,٥	٪٥,٨
EBITDA	٪٤٠	٪٣٦	٪٣٣	٪٣٢
EBIT	٪٣,٧	٪٥,٠	٪٤,٤	٪٣,٧
الصافي	٪٣,٦	٪٥,٦	٪٥,٠	٪٤,٢

النسب	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع
الجارية	٠,٦	٠,٦	٠,٥	٠,٦
العائد على حقوق الملكية	٪٢,٥	٪٤,٧	٪٤,٧	٪٤,٣
العائد على الأصول	٪٠,٤	٪٠,٨	٪٠,٧	٪٠,٧
العائد على راس المال المستثمر	٪٠,٥	٪٠,٧	٪٠,٧	٪٠,٦
نسبة توزيع صافي الربح (عدا الأسهم الحكومية)	٪٣٦	٪١٩	٪١٨	٪١٩
الديون إلى حقوق الملكية	٣,٣	٣,٣	٣,٣	٣,٢
الديون إلى حقوق الملكية(عدا ديون الحكومة)	٠,٩	١,٠	٠,٩	٠,٩
مكرر قيمة الشركة / EBITDA	١٢,١	١١,٢	١٠,٤	١٠,١

التقييم	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
مكرر السعر إلى المبيعات	١,٥	١,٤	١,١	١,٠
مكرر الربحية	١٦,٢	٣٨,٨	٢٠,٤	١٩,٥
مكرر القيمة الدفترية	١,٠	١,٠	٠,٩	٠,٩
مكرر EV/EBITDA	١٧,٦	١٥,٦	١٤,١	١٣,١

أهم الإحصاءات	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
العملاء (مليون)	٧,٦	٨,٠	٨,٤	٨,٨
الطاقة الإنتاجية (ميجاواط)	٤٨,٦٢٤	٥٣,١٢٤	٥٨,١٢٤	٦٣,١٢٤
متوسط التعرفة (كيلواط)	٧,٠	٧,٠	٨,٢	٩,١

*ملحوظة: ٢٠١٥ تقديري

ملخص التقييم (ر.س)	
معدل التدفقات النقدية المخصومة	١٣,٦٥
نموذج خصم العائد على الربح	١٣,٠٣
التقييم النسبي عند ٧,٦ مرة لقيمة الشركة إلى EBITDA	١٩,٤٦
امكرر التداولات عند ٧,٨ مرة لقيمة الشركة إلى EBITDA	٢٠,٣٣
المتوسط المرجح بوزن نسبي متساوي	**١٦,٦٢**

النظرة الاستثمارية

تمتلك الشركة السعودية للكهرباء مكانة شبه احتكارية في نقل الطاقة الكهربائية وتوزيعها مع انتاج ما يقارب ٧٠٪ من اجمالي الطاقة الكهربائية التي تتجاوز ٦٦,٠٠٠ ميجاواط في الساعة. يتوقع أن يضيف منتجي الطاقة المستقلين طاقة كهربائية بمقدار ١٤,٢٠٠ ميجاواط بحلول العام ٢٠٢٠. يخفف الاستخدام المتزايد للطاقة المشتراة من الإنفاق الرأسمالي المتعلق بإنتاج الطاقة للشركة والتي نقدرها باجمالي ٢٢١ مليار ر.س. ما بين الفترة من ٢٠١٦ الى ٢٠٢٠. تم تمويل اجمالي راس المال المستخدم تقريبا من مصادر خارجية مع حصة الحكومة التي تمثل ٧٠٪ من اجمالي الديون.

إضافة الى القروض طويلة الاجل، عديمة الفوائد، يشمل دعم الدولة التنازل عن توزيعات الأرباح وتأجيل دفع ثمن الوقود المستخدم وتعرفة كهرباء أعلى للمستخدمين الحكوميين. بالرغم من المحددات المالية، نتوقع استمرار الدعم الحكومي مع اعتبار الشركة كشريك رئيسي في تنفيذ الرؤية الاقتصادية الأوسع نطاقا. تم تعديل تعرفة الكهرباء المدعومة في شهر ديسمبر ٢٠١٥ وتنفيذها على الفور مع اعلى سعر للكيلوواط بواقع ٠,٣٠ ر.س. بدلا من ٠,٢٦ ر.س. للمستخدمين غير الحكوميين. نعتقد أن عملية رفع تعرفة الكهرباء ستستمر وصولا إلى سعر السوق، بالرغم من أنه لم يتم تحديد المرجعية القياسية لسعر السوق. بالمقارنة العالمية، تعتبر تعرفة الكهرباء في المملكة ضمن الحدود الدنيا بينما الاستهلاك الفردي ضمن الحدود الأعلى عالميا. بحلول العام ٢٠٢٠، نتوقع ارتفاع متوسط التعرفة بنسبة اجمالية ٤٨٪ عن مستوي ما قبل العام ٢٠١٦. من ناحية أخرى، سيكون لارتفاع تكلفة الوقود أثر على ميزانية الشركة السعودية للكهرباء التي تعتمد على الغاز بنسبة ٥٠٪ لانتاج الطاقة الكهربائية. ارتفع سعر الغاز في الوقت الحالي بنسبة ٦٧٪ ليصل الى ١,٢٥ دولار امريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية مع وجود احتمال بالمزيد من الرفع مستقبلا. ستخفف المساهمة الكبيرة من منتجي الطاقة المستقلين من تكلفة الوقود الى درجة يمكن ان تحد من نمو الإيرادات.

في وضع التنبؤات لدينا، ركزنا على عوامل تباطؤ النمو الاقتصادي والنمو السكاني المستمر، التغييرات في أنماط الاستهلاك ومتوسط الإيرادات لكل العملاء وتأثير مساهمة منتجي الطاقة المستقلين. نتوقع ارتفاع نمو الإيرادات خلال العام ٢٠١٦ بنسبة ٢٣٪ عن العام السابق وتراجع النمو الى ٧٪ عن العام السابق بحلول ٢٠٢٠. لاحظنا ان تعديل التعرفة الأخيرة في منتصف العام ٢٠١٠ أدى الى ارتفاع النمو بنسبة ١١٪ عن العام السابق التي استبعدت مساكن العملاء وترك الحد الأقصى للمعدل دون تغيير. علاوة على ذلك، نعتقد انه على الرغم من التوفير في التكاليف ان اجمالي الهوامش ستتجمع حول ٥٪. نتوقع ان يرتفع كل من الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والاطفاء وصافي الربح بمعدل سنوي مركب ٨٪ و١٢٪ على التوالي خلال الفترة من ٢٠١٥ إلى ٢٠٢٠.

مع تزايد عبء الديون والنفقات الرسمالية الضخمة وعائد غير كافي على راس المال المستثمر وهوامش ضعيفة وتراجع نمو صافي الربح؛ اين القيمة في هذا السهم؟ نرى أن الشركة السعودية للكهرباء تعبر عن سياسة الطاقة التي تمولها الدولة. على هذا النحو، لم نأخذ في الحسبان القروض المقدمة من الحكومة والالتزامات والنفقات الرأسمالية المرتبطة لإعادة تبويب المركز المالي. في نهاية المطاف يتم تحويل الوقود وشراء الطاقة والرسوم على القروض الحكومية طويلة الأجل التي تسجل كمطلوبات من المرجح ان تبقى غير محققة. تسعير سهم الشركة يختلف عن طرق التقييم التقليدية لعدم وجود منهجية محددة تمثل تماما القيمة العادلة لسهم. على هذا النحو، استخدمنا المتوسط المرجح لأربع منهجيات تقييم بالتساوي (خصم التدفقات النقدية، خصم توزيعات الأرباح، القيمة النسبية، مضاعفات العمليات المالية) التي تراوحت بين ١٣,٠٣ ر.س. و٢٠,٣٣ ر.س. لنتوصل الى سعر عادل بقيمة ١٦,٦٢ ر.س. للسهم. تخطط الشركة الانقسام الى ٦ شركات كالتالي: ٤ شركات لإنتاج الطاقة الكهربائية، شركة لنقل الطاقة واخرى للتوزيع يمكن طرح أسهمها للاكتتاب العام. في رأينا، يمكن لهذا الأمر ان يطلق قيمة كبيرة لسهم الشركة ذات الأصول المقيمة بأقل من قيمتها، وبالنظر إلى اتجاه الخصخصة (المطارات، شركة أرامكو، أصول الدولة الأخرى)، قد يتم تسريع الإطار الزمني للخصخصة. في هذا السيناريو، يمكن أن يكون الخطر الرئيسي في بيع استثمارات حصة الحكومة وتأثيرها المحتمل على استمرار دعم الدولة.

نبدأ تغطيتنا لشركة الكهرباء السعودية - سيكو بسعر مستهدف للسهم خلال فترة ١٢ شهرا القادمة يبلغ ١٦,٥٠ ر.س. مع توصية "شراء". عندما يتقلب السوق يكون النقد سيد الموقف خاصة مع حالة عدم التأكد حول أسعار النفط، تعجبنا الطبيعة المقاومة لهذه التغرات في الشركة السعودية للكهرباء مع استمرار توزيع ربح بقيمة ٠,٧٠ ر.س. للسهم. أعفت الحكومة الشركة من توزيع الربح لحصتها في الشركة لمدة عشر سنوات تنتهي في ٢٠١٩ كما نتوقع تجديد الإعفاء لعشرة سنوات اخرى. نتوقع عائد إجمالي للسهم بحدود ٢٢٪ يتضمن عائد توزيع ربح إلى السعر بنسبة ٥٪، كما يعتبر السهم مغريا يتطلب إضافته لمحافظ توليد الدخل الاستثمارية.

إطار العمل بالتوصيات

شراء

توقع ارتفاع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

احتفاظ

توقع توافق أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

بيع

توقع تراجع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

السعودي الفرنسي كابيتال

مركز الاتصال | ٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

www.sfc.sa

سجل تجاري رقم | ١٠١٠٢٣١٢١٧

قسم الأبحاث والمشورة

صندوق بريد ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي – الرياض

research&advisory@fransicapital.com.sa

اخلاء المسؤولية

تم اعداد هذا التقرير من قبل شركة السـعودي الفرنسي كابيتال، شركة اسـتثمارية متخصصة لخدمات البنوك الاسـتثمارية، ادارة الأصول، الوساطة، الأبحاث، وخدمات الحافظ الأمين. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو شركتها التابعة علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمد هذا التقرير عـلى المعلومات المتاحة للعموم والتي نعتقد بثقتها، ولكننا لا نقدمها كمعلومات دقيقـة أو مكتملة، وبالتالي لا يجب الاتكال عليها كمعلومات متكاملـة أو دقيقة. وعليـه، لا نقدم أو نضمن، لا صراحة ولا ضمناً، وينبغي أن لا يعول على عدالة أو دقة أو اكتمـال أو صحة المعلومات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم اعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة انتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاسـتثمار لطبيعة المستثمر. تحديداً، لم يتم خصيص هذا التقرير ليلائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر المرغوبة، أو احتياجات أي شـخص متلقي لهذا التقرير. تنصح شركة السـعودي الفرنسي كابيتال بشدة أي مستثمر محتمل أن يطلب إرشاد قانوني، محاسبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاسـتثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته/متطلباتها. تتضمن أي توصيات استثمارية متضمنة في التقرير المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال غير مسؤولة، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما يتعلق به. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتوقعات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ اعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من المحتمل أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاسـتثمار الى رسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات الى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة انتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية بمثل هذا المنع والالتزام مثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال، شركة محدودة المسؤولية

سجل تجاري ١٠١٠٢٣١٢١٧

صندوق بريد: ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي – الرياض

مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (١١١٥٣ - ٣٧)